

## 疫情下的中国房地产市场

行业深度

### ● 疫情冲击下地产需求的“四步走”

疫情对房地产的冲击是分阶段的：**(1) 隔离期需求被冻结。**(2) 复工后的修复期。3月以来商品房成交量从底部逐渐恢复，到4月恢复至近年同期六成左右。**(3) 疫情对需求的二次冲击。**在停摆1个多月又遇海外疫情蔓延的情况下，居民就业与收入预期受到影响，这又会抑制对房地产需求的修复。**(4) 经济重建和宽松政策提振需求。**随着疫情的过去，海外经济进入重启阶段，国内经济修复速度加快，企业与居民的预期改善，又会导致地产需求的扩张。不过，第四阶段的到来会相对缓慢。

整体而言，从目前的状况来看，疫情对房地产的冲击还是比较大的，短时间要恢复到以前水平还是比较困难。

### ● 稳增长还需房地产？

**房地产跟稳增长密切相关。**将房地产投资周期与名义GDP、PMI、PPI、企业盈利、产成品存货等经济中的重要变量作比较，可以发现过去几轮周期中，房地产投资周期与上述变量密切相关。房地产在经济中扮演重要一环，过去每一次经济不太好的时候，房地产一放松，然后经济就相对平稳了。

**房地产为何能稳增长？其一，房地产带动相关的投资与消费增长。其二，房地产跟很多行业相关，可以说是牵一发而动全身。其三，最关键的是以地价为基础扩张地方政府资产负债表。**房价涨主要是地价涨，地方政府不仅仅是靠卖地获取了财政收入，它可以以土地作为质押品去发债，去获取银行的贷款。全社会的资金通过房地产这个平台其实都进到地方政府的钱袋子里面去了，以此去扩充它的资产负债表，实施基础设施的扩充，实现了稳增长。

### ● 房地产政策需要因城施策

目前居民没有处于过度信贷状态，房地产向上发展还看不到太大风险。中国居民杠杆率缺口在2018年以来在零附近波动，在疫情之前甚至是负值，表明居民没有出现过度信贷的情况，所以从这个指标看的话，短期中国房地产如果继续向上发展，还看不到太大风险。

未来还是要更多的警惕房地产向下调整的风险：**(1) 目前中国的家庭负债主要集中在房地产。(2) 部分房企资产负债率较高、偿债能力较差。(3) 房价上涨预期正在起变化。**不管是从居民预期还是市场预期，过去“房价永远只涨不跌”的预期正在起变化，未来还是要更多的警惕价格的下跌。

**房地产政策需要因城施策。**房价的下跌可能会导致质押品、信贷、金融、地方债务方面都会出现一些风险，所以提出的政策还是因城施策，不要一刀切，避免价格往下剧烈波动，影响到整个经济的平稳发展。

**避免房价的过快上涨和抑制房地产行业的发展是有区别的。**我们一直都是避免房地产价格的过快上涨，但是从来没有说过要去抑制房地产行业的发展。对于房地产行业来说，包括对中国的经济发展，这个行业确实空间比较大，城市化的进程，对未来中产阶级朝着七亿走、实现2035年目标，是起着支撑的作用。关键是行业的发展，避免价格的上涨超过居民收入的上涨，对于房地产行业的发展，可以考虑通过国开行这种方式建立共有产权房。

### ● 风险提示：房价超预期调整；政策不及预期

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S02801180400020

### 相关报告

宏观报告：美元资金的流动，美元利率的传导

2020-3-28

## 目 录

1、 疫情冲击下地产需求的“四步走” .....	3
2、 稳增长还需房地产? .....	7
3、 房地产政策需要因城施策 .....	13

## 图表目录

图 1: 疫情对地产需求的四个积极影响 .....	4
图 2: 过去 3 个月 Shibor 的下降往往带来地产销量的回升 .....	4
图 3: 本轮周期 3 个月 Shibor 向房贷利率的传导不顺畅 .....	5
图 4: 2020Q1 居民倾向于更多储蓄占比创新高 .....	5
图 5: 疫情对房地产需求的冲击分四个阶段 .....	6
图 6: 3 月地产销量从底部恢复, 4 月修复速度有所放缓 .....	7
图 7: 居民未来收入信心与就业预期指数大幅回落 .....	7
图 8: 房地产投资周期与名义 GDP 增速密切相关 .....	8
图 9: 房地产投资周期与企业利润增速密切相关 .....	8
图 10: 房地产投资周期与财新 PMI 密切相关 .....	9
图 11: 房地产投资周期领先库存周期 .....	9
图 12: 房地产稳增长的逻辑 .....	10
图 13: 房地产带动汽车消费 .....	10
图 14: 2016 年以来消费者信心的大幅上升与房价的上涨与密切相关 .....	11
图 15: 房地产投资周期同步或领先 5000 户工业企业宏观经济热度指数同比 .....	11
图 16: 地方政府拍卖土地获得财政收入 .....	12
图 17: 货币当局资产负债表扩张与土地购置面积增速高度相关 .....	12
图 18: 房价涨主要是地价涨 .....	13
图 19: 居民杠杆率缺口预警了上世纪 90 年代日本房地产泡沫 .....	14
图 20: 居民杠杆率缺口预警了 2007 年美国次贷危机 .....	14
图 21: 居民杠杆率缺口预警了 1973 年英国房地产泡沫 .....	15
图 22: 居民杠杆率缺口预警了 1997 年泰国房地产泡沫 .....	15
图 23: 居民杠杆率缺口预警了 1997 年中国香港房地产泡沫 .....	16
图 24: 2018 年以来中国居民杠杆率缺口在零附近 .....	16
图 25: 近几年家庭房贷占负债比重上升 .....	17
图 26: 上市房企资产负债率不断上升 .....	17
图 27: 上市房企带息债务占归母权益比重上升 .....	18
图 28: 2020H2 上市房企信用债到期的压力开始明显增加 .....	18
图 29: 地产股超额收益大致领先房价环比 6 个月 .....	19
图 30: 未来房价上涨预期领先房价 .....	19

从目前的情况来看,居民没有出现过度信贷的情况,房地产继续向上发展的话,短期还看不到风险。但过去形成的“房价永远只涨不跌”的预期正在发生变化,未来还是要更多的警惕价格的下跌引发质押品风险,所以提出的政策还是因城施策。

我们对房地产一直都是避免房地产价格的过快上涨,但是从来没有说过要去抑制房地产行业的发展,这是有差异的地方。对于房地产行业来说,包括对中国的经济发展,这个行业确实空间比较大,因为城市化的进程,对未来中产阶级朝着七亿走、实现2035年目标,是起着支撑的作用。关键是行业的发展,避免价格的上涨超过居民收入的上涨,对于房地产行业的发展,可以考虑通过国开行这种方式建立共有产权房,相当于地价这一块儿将来转让的时候,再回归到地方政府,或者是回归到银行,可以单独地放出,甚至可以不进财政的表,直接从央行到商业银行,到共有产权房那一块儿去,对于抵抗疫情对经济的影响也是起着积极的作用。

## 1、疫情冲击下地产需求的“四步走”

疫情对房地产需求的影响分两个方面来看,积极的影响有四点:

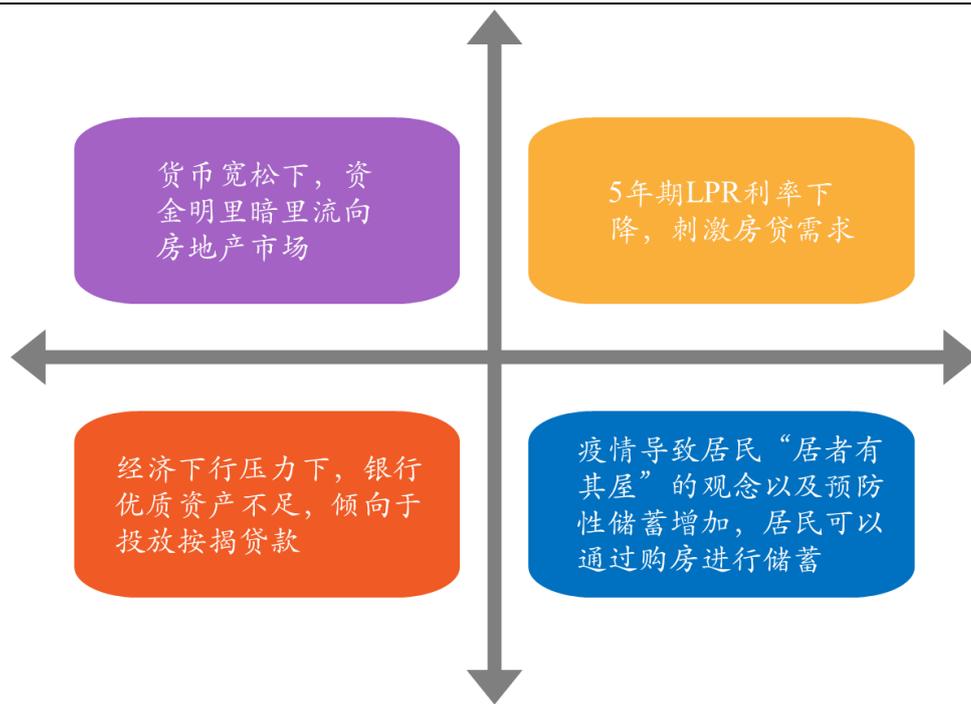
(1) 未来一段时间货币条件会继续维持相对宽松,过去3个月Shibor的下降往往带来地产销量的回升。虽然本轮周期宽信用主体不是房地产,3个月Shibor已经接近2009年金融危机时期的低点,Shibor向房贷利率的传导不顺畅,商品房销量没有像过去一样大幅回升,但货币条件维持极度宽松的情况下,资金会部分流入房地产市场,对住房需求总归会有一些支撑。

(2) 经济下行的时候,企业经营相对困难,银行的优质资产不足,息差又在逐步被压缩,因此在放贷的时候,银行会更加倾向于放按揭贷款,这对疫情下房地产的需求产生积极的影响。

(3) 疫情加速降息进程,5年期LPR利率下降有利于引导房贷利率平稳下降,首套房贷款利率从2019年11月5.53%的高点见顶回落,2020年3月首套房贷款利率从5.5%下降至5.45%,利率下行出现了加速。

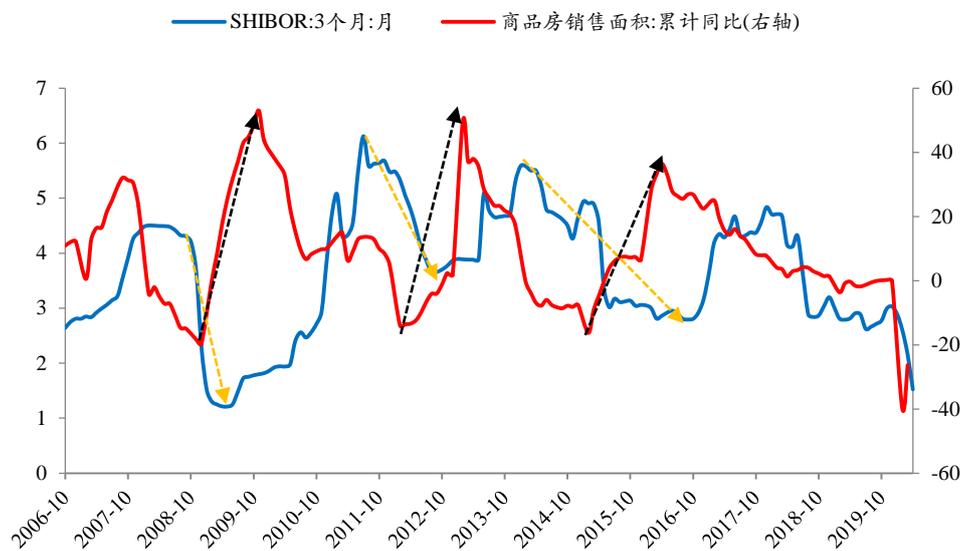
(4) 疫情之下,老百姓“居者有其屋”的观念可能进一步加强,同时预防性的储蓄会增加,2020Q1居民倾向于更多储蓄占比大幅提升至53%,为2003年以来最高,部分居民会觉得可以通过住房进行储蓄。

图1：疫情对地产需求的四个积极影响

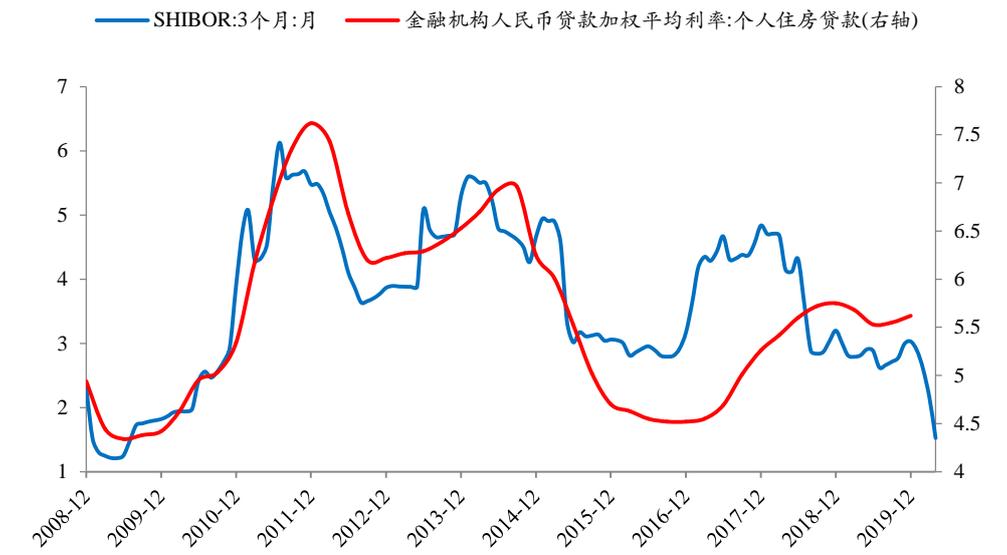


资料来源：新时代证券研究所

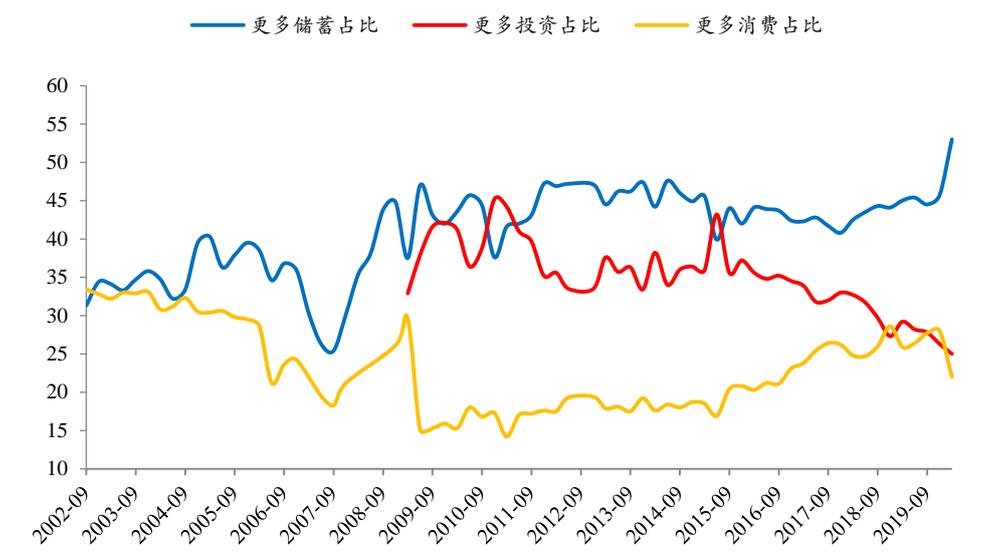
图2：过去3个月 Shibor 的下降往往带来地产销量的回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图3： 本轮周期3个月 Shibor 向房贷利率的传导不顺畅**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

**图4： 2020Q1居民倾向于更多储蓄占比创新高**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

但是我们要看到疫情对房地产的冲击是分阶段的：

**第一阶段：隔离期需求被冻结。**在隔离期的时候，居民出行受限，售楼处关门，线下交易几乎冻结，整个2月30大中城市商品房日均成交量只有788套，其中，2月上旬日均成交套数只有两位数。

**第二阶段：复工后的修复期。**随着疫情好转，居民出行限制逐步解除，售楼处重新营业，隔离期间被抑制的需求陆续释放，我们看到3月以来商品房成交量从底部逐渐恢复，到4月恢复至近年同期六成左右。

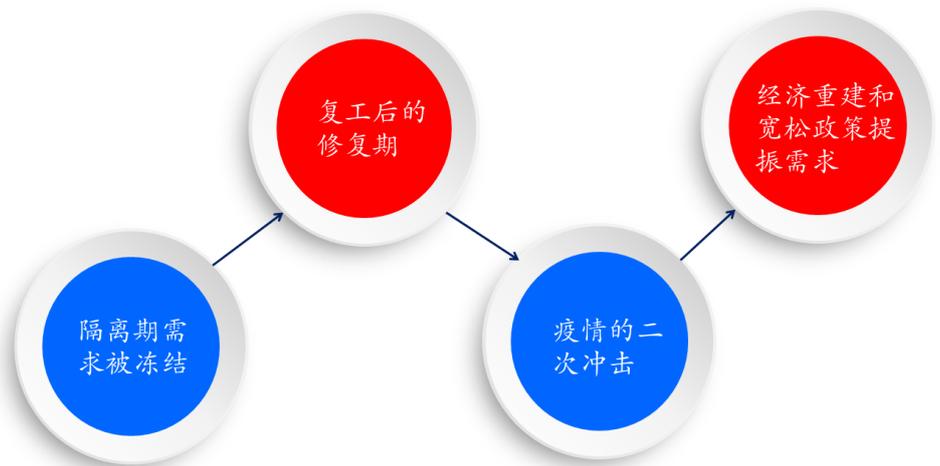
**第三阶段：疫情对需求的二次冲击。**疫情对企业的冲击不是一次性的，很多企业现金流不够充裕，在停摆1个多月又遇海外疫情蔓延的情况下，企业生产经营预

期已经比较低迷,倾向于收缩战线,通过降薪裁员将自身经营压力转移到居民部门,居民就业压力明显增加,2020Q1居民未来就业预期指数从51.9%大幅回落至47.3%,进而对居民收入预期也会产生影响,2020Q1居民未来收入预期指数从53.1%下降至45.9%。这样的话,又会抑制对房地产需求的修复,4月以来,地产销量的修复出现了放缓迹象,可能反映疫情对地产需求的冲击逐渐过渡到第三阶段。

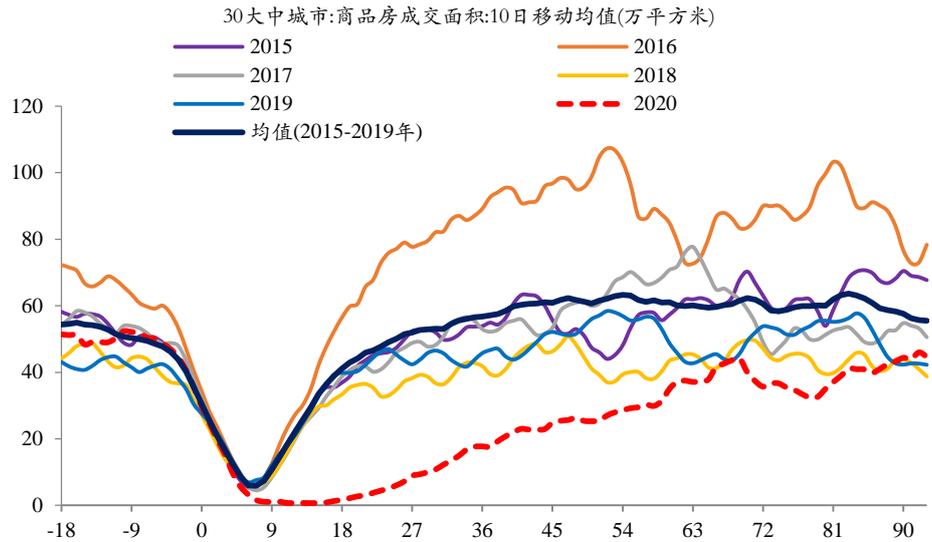
**第四阶段:经济重建和宽松政策提振需求。**随着疫情的过去,海外经济进入重启阶段,外需的压力将减缓,同时,在扩内需等政策支持下,国内经济修复速度加快,企业与居民的预期改善,又会导致地产需求的扩张。不过,根据中国的经验,海外发达重启经济后,回归正常增长的进程是比较缓慢的,同时,在特效药或者疫苗推出之前,封国封城持续的时间是由全球各主要经济体防控最差的经济体的结果来决定的,也就是遵从“木桶原理”,新兴市场疫情在近期出现指数级增长,由于这些国家人口密度大、防控疫情能力比较差,因此,全球要真正意义上解除封锁状态可能需要很长一段时间,这也决定第四阶段的到来会相对缓慢。

整体而言,从目前的状况来看,疫情对房地产的冲击还是比较大的,短时间要恢复到以前水平还是比较困难。

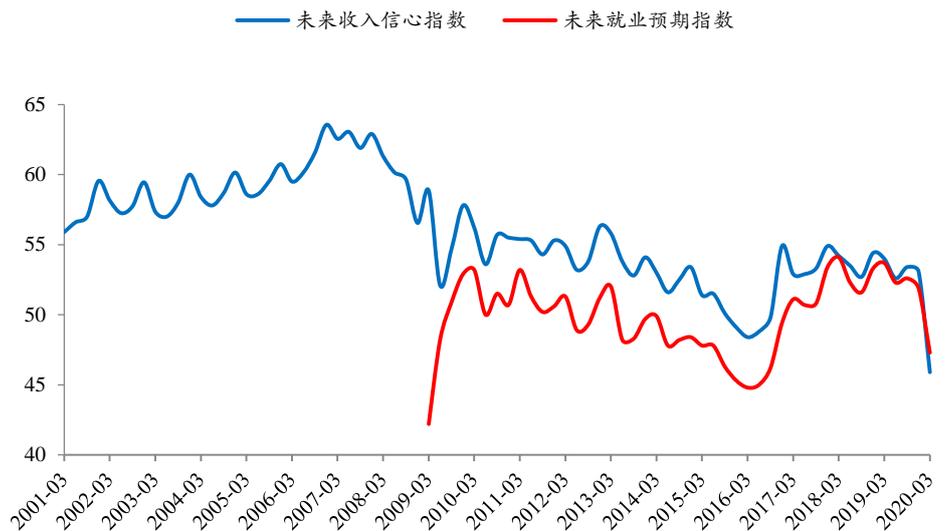
**图5: 疫情对房地产需求的冲击分四个阶段**



资料来源:新时代证券研究所

**图6：3月地产销量从底部恢复，4月修复速度有所放缓**

资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：第0期代表大年初一

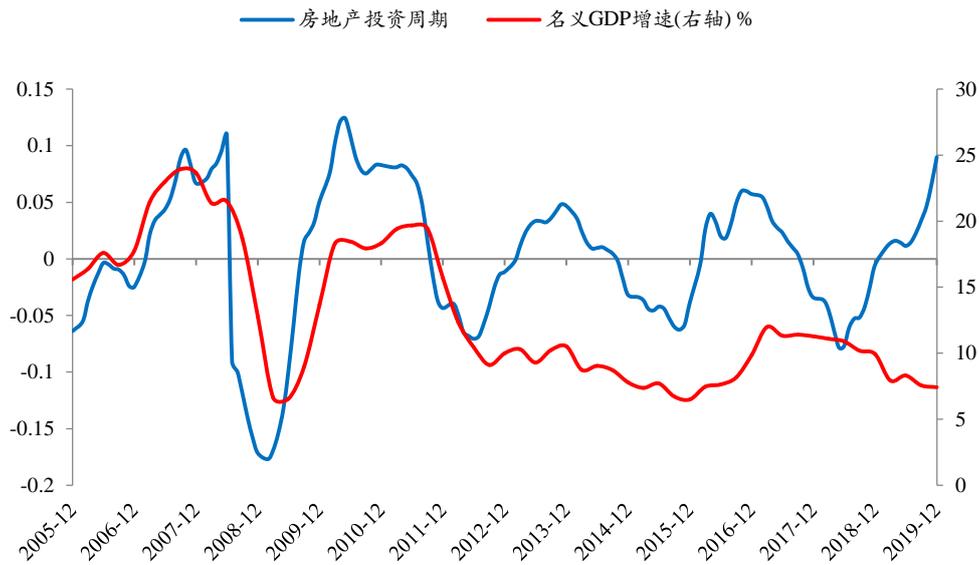
**图7：居民未来收入信心与就业预期指数大幅回落**

资料来源：Wind，新时代证券研究所

## 2、稳增长还需房地产？

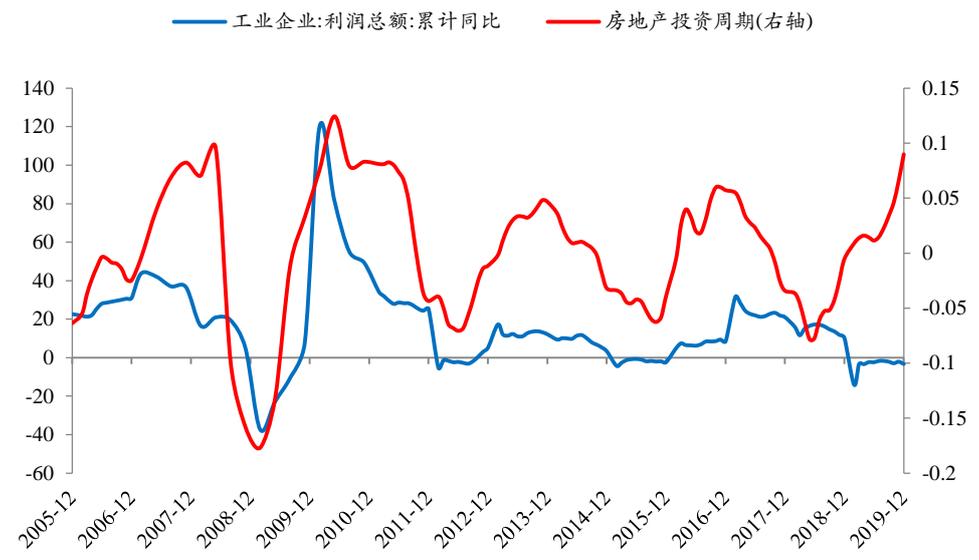
**房地产跟稳增长密切相关。**房地产如此重要，以至于很多人认为中国经济周期就是房地产周期，我们将房地产投资增速中的周期项提取出来，再与名义GDP、PMI、PPI、企业盈利、产成品存货等经济中的重要变量作比较，可以发现过去几轮周期中，房地产投资周期与上述变量密切相关。虽然房地产周期并不等于经济周期，但至少它在经济中扮演重要一环，过去每一次经济不太好的时候，大家就想到把房地产松一松，然后经济就相对平稳了。

图8： 房地产投资周期与名义GDP增速密切相关



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图9： 房地产投资周期与企业利润增速密切相关



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_5490](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5490)

